

A Study of Investor Relations

Yoshio Saitoh

§ Research I - The Objects and Framework

In this introductory section, the objects and subdivisional areas of the study are given. The study, presupposing that the world economy entered a period of slow growth in the middle of the 70s, aims at analyzing external relations practices in the large corporations of the U.S., Western Europe and Japan.

It assumes that with the changing business environment private enterprises will have to adjust their external relations programs in favor of fuller disclosure of corporate information including long range strategies. Economists generally do not regard stockholders as a group that plays an important part in the management of modern corporations. By contrast, management, to whom such names as technocrats and technostucture have been dedicated, is considered to represent a powerful group that exercises control over the private enterprise system.

If this is the trend, the investor relations program may be losing its significance as a corporate strategy. But the financial community is changing. On the one hand, the increase in discretionary income as a result of rising wages and salaries means increasing outside funds available to promising industries and corporations. The general public is becoming more and more conscious of the necessity to hedge against inflation. And the institutional

investors and analysts are strengthening their presence. On the other hand, the slow economic growth inhibits corporations from accumulating internal funds] while they need more money to finance new technologies that are becoming increasingly expensive. Given these factors, it will not be unrealistic to expect an increasing strategic significance of the investor relations program in the leading industrial corporations.

The following sub-divisional areas of study are being proposed:

- (1) The environment of investor relations as imposed by law, the market, the financial community and corporate employees;
- (2) Attitudes and responses of corporations; the comprehensiveness and quality of the disclosed information; conduct and disclosure codes; the status of investor relations in the corporate strategy;
- (3) A survey of media used in investor relations; the impact of new communications technology in investor relations;
- (4) Any possibility of a specialized international language developing out of corporate investor relations.

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

——経営戦略の disclosure (企業内容開示)
を主体として——

斎 藤 祥 男

はじめに (Preface)

企業が長期的に安定した経営を遂行する上において、企業存立上外的諸条件を好ましい状態に維持することが必要であるが、その諸条件を構成するものとして直接的には公的強制力をもつ議会、政府、地方自治体などの立法、行政上の権力によるものと、私的影響力をもつ株主、社債保有者、取引関係先などの利害関係者などがあろう。また間接的には、輸出先諸国、海外経営実施地域などの自国外の国家・地域の個別的ないし集団的諸権力による影響にも左右されようし、自国内にあっても地域社会や一般大衆などの意向や利害にも影響されよう。

本研究の主目的は、この中の対投資者との関係において、主体企業がその存在理由について共感を得るために、いかに努力し、その成果を経営戦略の中でいかに位置づけし、実践活動でどのように反映せしめているかについて調査・研究するものであるが、その第一段階として欧米巨大企業の投資者接触の実態を、海外から収集した annual report などを中心として分析し、主として経営戦略の disclosure について comment を加えて行く。

なお、次回以降回を重ねるごとに日本企業と欧米企業との対比を通じ、この面での類似点と相違点とを分類比較し、更には対内経営戦略と対外戦略との比較分析を通じて研究を進める。テーマの性質上、business communication 上の問題や、経営行動の論理、経営分析をはじめ、多国籍企業活動における conduct code の問題など、多岐多方面の approach を必要とするところから、時に応じて専門研究者有志の参加を得て共同研究の型をもって進めて行く積りである。

以下、本稿においては標題の研究目的、問題の提起、論域としてのフレーム・ワークの概要を抑え、各論部分への introduction とした上で Research 1. へ稿を進める。

§ 第1部 概要 (Outline) : 研究目的とフレーム・ワーク

1. 企業の対投資者接触研究の意図

(1) 変わる経営環境と企業の対応 世界経済は一般的に1960年代以降の高度成長期から70年代半ばに至って低成長期に入ったといわれ、現在も急角度かつ持続的な成長が見込まれる情勢にはない。先進国は強い国と弱い国とに二極化し、強い国は自国産業の比較優位にものを言わせ、いわば弱い国の犠牲において自らの経済を維持している面があるため、弱い国側の自衛的対抗措置を招いて世界貿易は縮小の時期にあるかに見える。

しかし、「現代世界の経済成長率は、新規の突破型技術の開発が達成されて総合型技術の成熟期が到来するまでの間は、長期的視野に立つ限り年率で実質3%程度の成長率が保持されることさえ危ぶまれるのが当然で」⁽¹⁾ある以上、そのような持続的成長下において厳しさを増す経営環境に対して私企業は対応していかなければならない。

二極化した先進国中の相対的に経済力の弱い国、すなわち英国やイタリーでは革新勢力が強まる結果、私企業に対して課税・雇用その他の面での制約や圧力が加えられ、また企業側からみれば国有化の危機が訪れる、強い国といえども国際的相互依存関係が進展して来た現在では、石油危機などのショック的事態の発生によって弱い国に転落する危険がないとは言えず、したがって強い国の企業もまた成長を目標としながらも自己体質の強化に関心を持たざるを得ない。

このような情勢下で私企業として選択できる戦略は、内部充実と外部条件に適合できるように自らを変革・調整し、さらに一步進んで積極的な働きかけをなすことによって外部条件を変化せしめ、さらにこれを好ましい状態に維持・継続することであろう。

企業の対外活動としては、(1)企業の主たる機能である利潤を動機とした製品・サービスの消費者への流通、(2)社会への直接の貢献を目的とした行動、すなわち環境改善、公害防止、雇用促進、ハンディキャップを持つ人達に対し、特殊技能教育への協力など、および(3)これらの企業行動について直接・間接の利害関係者、ならびに一般大衆から信認、支持を得るためのコミュニケーション活動という3分野に分けて考えることができる。

本研究はこの3番目の企業の対外コミュニケーション、特にその中の投資者を対象とする部分に焦点をあてて企業の戦略的視点から現状を分析しようとするものである。また、上記の低成長期に入った世界経済、二極化した先進国の弱い国における企業の自己防衛の姿⁽²⁾を、対外コミュニケーションの点からとらえることも目的の1つである。

(2) 対外コミュニケーションの意義の変化 企業における対外コミュニケーションは、いうまでもなく最近に至って急に始まったものではなく、古くからその必要性は認識されかつ実践もされてきたものである。しかし近代的経営、特に株式会社による事業形態が一般化した1920年代に至って、いわゆるパブリック・リレーションズ (Public Relations)⁽³⁾ という経営機能の1つとして重要視されるに至った。

その後、パブリック・リレーションズは順調な発達を遂げたわけではなく、誇大宣伝のテクニクとして世論の不信を買う時期もあった。しかし、一面において経済の発展とともに企業経営においては不可欠な対外活動の一分野となっていた。1970年代においては石油危機、ロッキード事件など、その及ぼす政治経済的影響の大きな出来事によって象徴される国際経済環境の変化、多国籍企業の経済力・支配力の増大と、その対外直接投資にともなう投資仕向地における外部関係維持の必要性、また一方において一般的教育水準の向上に伴って大衆消費者が企業を一層批判的に観察するようになったこと、さらにマスコミ社会における情報伝達・処理技術の発達 (情報産業への就労人口の増加) などの要因によって、

企業の対外コミュニケーションは新しいディメンションを持つにいたったと言
ってよいであろう。

(3) 株式会社と対外コミュニケーション 私企業は、その法的組織において
は各国の法の許すところにしたがって種々の形態があり得るが、現代の代表的形
態が株式会社組織であることは言うまでもない。アメリカでは全企業数の80%が
非株式会社形態であるといわれるが、残り20%の株式会社が全企業資産の80%を
所有していると言われている⁽⁴⁾。

株式会社と非株式会社とでは対外コミュニケーションのあり方が次の2点で大
きく異なっている。

第1に、非株式会社は一般的に事業の規模が小さいし、資本調達も限定
され、その及ぼす経済的影響が社会に対して比較的になく、範囲も狭いから、
営業活動に直接関係した広告・宣伝以外には対外コミュニケーションの必要性が
相対的に低いことである。

第2に、会社の所有権が株式の形で公開の場で取引されないため、この限り
において証券取引委員会などの行政的監督を受けず、また証券取引所のような市
場機関の圧力を受けることもない。したがって企業情報の開示について特に企業
側が積極的になる理由は少ない。

これに引きかえ株式会社については、法的強制・市場の要求によって企業情報
の開示が行われるとともに、その存在による経済・社会的影響力が大きいがゆえ
に、自発的な企業内容の開示によってその存在理由・行動について、外部主体の
理解・支持を求めることが戦略的な意味を持って来るわけである。

株式会社における対外コミュニケーションの対象(オーディエンス)は次のよ
うなグループに分けることができる。

- (a) 法的・行政的強制力を持った主体——議会、政府、地方自治体など。
- (b) 取引先——顧客、ユーザー、資材納入業者、ディーラー。
- (c) 債権者——金融機関、その他の融資者、社債権者、(時には保証人)。

(d) 投資社会——株主，潜在株主，証券アナリスト，機関投資家，経済ジャーナリズム。

(e) 一般大衆——（組織されたものあるいは特定の強い動機を持つものとしては）コンシューマリスト，エンバイラメンタリスト，（そうでないものとしては）一般的なコンシューマー，世間・大衆，世論などとしてとらえられている集団。

(f) 自社内協力者・労働者——労働組合などの集団，個別労働者，パートタイマーなど。（これらは一概に対内的とのみ扱えることは必ずしも適切ではない）

これら対外コミュニケーションの対象主体はそれぞれに経営戦略の立場からみて重要であるが，本研究においては特に投資者を対象としたコミュニケーションに視点をあてるものである。

(4) 投資者と経営者　ここに対投資者接触と言うときは，投資者は株主のみならず潜在株主をも含んでいる。

一般に株主，特に小株主について経済学者・経営学者達は，企業がその経済的機能を果す上において重要な役割を持つものとは見ていない⁽⁵⁾。

株主，特に小株主は直接には経営方針の決定には参加はしないであろう。また，企業は次第に外部資本に依存しなくなりつつあるために，株主の企業に対する影響力はますます減少するとの見方もある⁽⁶⁾。

それにもかかわらず株式保有者がますます増加していることは否めない事実であり，かつ所有形態は限られた特定企業の僅少な単位の株式保有というよりも，年金基金，保険会社などの投資機関を通じて投資される部分がしだいに大きくなって来ている。このようなセクターが増大することによって投資者社会全体としてのあり方は，投機的性格はより少なく，長期的観点からの安定成長を求める投資者態度が現れてこようし，このために短期的相場変動の要素よりも長期的な業績研究が重視されることになるであろう。

このような、インベスターズ・ミックス (investers mix) とも言うべき投資社会は、投資対象として長期的観点から判断して、よりダイナミックな成長力を持つ企業を、また将来の経済環境により適した産業を選択しようとするものであるから、このような判断に適した情報を求めることになる。個々の企業が将来の適合性を持っているかどうか、また企業がどのような戦略目標を設定し、いかなる手段によってこれを達成しようとしているか、そのための人的経営資源を果して有しているのかどうか、配分・利用は適切であるだろうか、などについての情報を要求することになるのである。

このような企業情報の要求は、低成長期においては高度成長期におけるよりも投資対象の選択が困難になるために、一層精密なものへと向うことになる。このことは先進国において情報産業への就労人口が今後一層増加する結果として、リサーチやコミュニケーション分野の相対的増大を意味し、企業情報は需要・供給両面の圧力で必然的に高度化して行かざるを得ないと予想される。

このような投資社会の傾向が、アメリカにあってはSECや各証券取引所の企業に対する年次報告書記載事項や、ディスクロージャーの方法についての指導となって現われて来ているわけである。

以上のように、一般的には賃金・給与水準の上昇による可処分所得増大を原因とする株主層の拡大、年金・生保などの機関投資家の勢力増大による投資社会の変質、これに伴うところのよりシステマティックな情報開示の要求が現代の投資社会の特徴であると言ってよいであろう。

投資者が、経済学者や経営学者の描くカリカチュアにおいては、株価の高低や配当の増減にしか関心を持たず、また冷遇されていると思い込んでいる哀れな弱者であるというならば、経営者は現代の資本主義経済になう立役者であり、強者の代表であると断言できるのだろうか？ たしかに「経営者は事業体に特有な機関であり、経済的成果の達成をその負わされた第1の責務とする。」「⁽⁶⁾とドラッカー博士は喝破しているが……。経営者はこのために「経済環境を進んで支配し、その環境を意識的な目的をもった行為によって変えるかぎりにおいて真に経

営を行っているといえる」⁽⁷⁾のであり、このような要請の下に経営者はテクノクラート、テクノストラクチャなどと呼ばれる高度な能力をそなえた集団に成長した。「経営者は今や広く一般の世論環境に対して影響力を持っている。」⁽⁸⁾

経営者がますます強大となり、かつ企業の資本市場への資金依存がますます減少するとの仮定に立つならば、経営者の対投資者接触はほとんど有意義でなくなるであろう。しかしながら、低成長下においては企業の内部留保も制約を受け、相対的には外部源泉からの資金調達比重が増大せざるを得ないであろうこと、また新製品・技術開発コストの膨張（公害防止、安全性の厳重なチェックなどの必要性増大とそのコストへの影響）による資金需要といった企業側の要因、一方において賃金・給与引き上げなどの全般的圧力による外部資金蓄積、株式投資によるインフレ・ヘッジへの期待など投資者側の要因を考慮し、さらに現実に企業側におけるインベスター・リレーションズへの関心度⁽⁹⁾を見るならば、現在・将来において経営者が投資者との好関係を維持するための努力は企業戦略の重要な部分をなすと言って過言ではなからう。

(5) 将来への展望 企業の対投資者接触のあり方はそれぞれの国により当然異なっていよう。これは各国の国民性、投資者の所得水準、貯蓄性向、経営者の態度、証券取引に関する諸法規、市場のあり方など種々の面で差異があるからである。しかしながら、いずれの国においても主要企業が巨大化し経営がテクノクラートの手に握られるような傾向がある以上、投資者接触のあり方も一つのパターンを追って行くのではないかと考えられる。

投資者接触について世界でもっとも進んでいるのはいうまでもなくアメリカである。そこでアメリカの巨大企業における投資者接触の現状・実態を分析し、これを日本を含めた先進諸国のそれと比較検討することにより、これらの国の企業の投資者接触の今後のあり方はもちろん、巨大企業のビヘビアーそのものについても何らかの手がかりがつかめるのではないかという意図から本研究にタッチしたのであり、多国籍にまたがる巨大企業の行動性向の源泉究明こそ究極の研究目

標といえよう。

2. 企業の対投資者接触にかかわる諸問題

欧米巨大企業の対投資者接触の研究が現在の経済環境の下でどのような意義を持つかを前節で説明した。次に本研究がどのような問題を取り上げて行くのかを概説しておきたい。

(1) 第1に企業の対投資者接触をめぐる外部環境を各国別に把握し、類似点・相違点を明らかにする。

外部環境としては次の4要因を考慮する。

- a) 第1要因は各国の企業情報ディスクロージャーについての法的・行政的要求である。アメリカにおいてはいうまでもなく1933年証券法、1934年証券取引所法に基づいて上場企業は年次報告書提出その他の報告義務を負っている。さらに監督官庁である証券取引委員会（SEC）が報告の項目・開示方法についてひんばんに通達を行い指導を行って来た。今後の各論部分において欧米主要各国のこのような法的規制の現状と傾向を明らかにしてゆく。
- b) 第2要因として、同じく証券取引所など市場制度から来る要求がある。ニューヨーク証券取引所、アメリカ証券取引所などは、カンパニー・マニュアル、カンパニー・ガイドによってディスクロージャーの基準を設けている。法的強制力はないがこれに従わなければ上場廃止や売買停止が行われるから大きな影響力を持っている⁽¹⁰⁾。これらについても現状・傾向を明らかにする。
- c) 第3要因は同じく投資社会のあり方、全体としてのビヘビアー・パターンの問題である。これは各国の国民性、所得水準、企業に対する一般的な態度、投資に関する知識レベル、税制、金融制度、証券取引制度など複雑な要素がからんでいる。これらの総合的な結果としてのパターンを解明する。
- d) 第4要因は企業内従業員の要求の面である。従業員の経営参加、持株制度といったような問題が従業員側からどう提起されているかについて調査究明

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

する。

これら外部環境（環境主体の要求）がマンドトリーなディスクロージャー範囲を規定するわけである。

(2) 第2に、(1)の外部環境に対する企業側の対応の実態を実証的に把握する。これが本研究の主要部分をなすものである。これについて次のサブテーマを予定している。

- a) 開示されている情報の質と量。これを項目別にサーベイし、相対的にどのような比重が与えられているかを明らかにする。たとえば経営戦略に関して新製品開発状況、R & D、設備投資など、また社会責任に関する項目も別途に検討する。
- b) いわゆる行動基準、ディスクロージャー基準などを設定しているか、企業目的との関連においてどのようにとらえているか。
- c) インベスター・リレーションズ（あるいはより広くパブリック・リレーションズ）部門が企業の中でどのように位置づけされているか。また担当責任者の管理組織における地位・権限などについて、企業間にどのような差異がみられるか、時系列的にはどう変化がみられるか。
- d) 最高業務執行者がインベスター・リレーションズにどのように参加しているか。投資者からみてのビジビリティ、アクセシビリティはどうか。

(3) 第3に、投資者接触に用いられるメディア・手段の現状と将来についての考察である。年次報告書、四半期報告書、ファクト・シート、ad hoc レポート、ニュースレター、株主総会レポートなど定期・不定期の刊行物、プレス・リリースなどマス・コミの利用、記者会見、株主総会などの面接を含め、各手段がどう利用されているか、そして将来ファクシミリなど通信手段の発達が投資者接触のあり方にどう影響を与えて行くかについて検討をする。

(4) 第4に投資者接触というコミュニケーションの場がビジネス・ランゲージに何らかの影響を与えるのではないかと、という問題がある。日本はもちろん、西独などでも英文のレポートを出している企業がある。これが増える傾向にあるのかどうか。あるとするならば共通部分の多い国際的コミュニケーション・メディアとして一つの集合体をなすことになる。このようなものにおいてはあるコンベンションが発達する可能性があるわけで、これがビジネスに用いられる英語全般に影響を与えるのではなかろうか。そしてこれはますます国際化が要求されるであろう日本のビジネスにとって、コミュニケーション技術向上のために何らかのヒントを提供するのではなかろうか。

以上が本研究第1段階におけるフレームワークである。上記の個別テーマ、あるいはサブテーマに関して企業より入手した一次資料に密着して以下分析を行うことにする。なお資料入手の事情などにより必ずしも上記項目の順序になっていない点は事前にお断りしておきたい。

注

- (1) 斎藤祥男,「日本経済と貿易摩擦」,(雑誌)貿易と関税,1977年10月
- (2) 私企業が国有化に対抗する手段として株主への情報提供を強調した主張は50年代に既に現れている。Q. C. ショークコス卿は,「民間会社を国有化しあるいはコントロールしようとする社会主義者に対し有効に対抗するためには,会社役員は常にできる限り完全な情報を株主に提供し,株主によるコントロール行使を現実とすることが極めて重要である」(フィナンシャル・タイムズ,1959年1月29日 'James Derri-man, "Public Relations in Business Management", London, 1964', p. 90 より再引用)
- (3) 「パブリック・リレーションズ分野の開拓は1920年代において特に大企業経営者の関心をしだいに集めるようになった。」(M. ヘルド, The Social Responsibilities of Business: company and community 1900-1960. 企業制度研究会訳)。
- (4) 松本正雄,輸出戦略と英文信用調書,1970年, p. 145. (同文館発刊)
- (5) たとえば, ①「大株主といえども(会社)所有者の機能や心構えに及ばない, ……小株主は, その大部分のものにとってはささいな所得源泉にすぎないものについてあまり大した注意を払わないものであり……小株主はしばしば非常に冷遇されていて,

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

- しかも一層しばしば冷遇されていると思ひこんでいる……」(J. シュンペーター「資本主義・社会主義・民主主義」3版1950年中山・東畑訳, 上巻 p. 247) という。また, ②「株主はまったく金銭的な動機で動く集団であり……典型的な株主は企業の目標に共鳴しているわけではなく, また企業の目標に影響を及ぼそうと期待しているのでもない……ふつうの場合, 株主の唯一の関心事はその株から最大限の金銭的收入を得ることである……」(J. ガルブレイス「新しい産業国家」1967年, 都留監訳, p. 179) とも述べられている。③「今日の社会的現実では株主たちは会社と特別な関係にある人々の幾つかのグループの1つに過ぎないのである。会社の方が永久的なのであり株主が一時的なのである……」(P. ドラッカー Concept of the Corporation, 1946年, 「現代大企業論」下川訳) という人もいる。
- (5) 「企業が資金を資本市場に依存することが少なくなっていることも経営者を出資者から解放せしめる傾向にある。……企業経営者が資本市場における諸標準や世論からかなり解放されるに至った原因は, 一般的に大企業における資金源泉の変化によるということはいうまでもない, 必要資金のうちのかなりのものが留保利益および減価償却費という内部源泉からもたらされる傾向にあり, 株式新発行および他人資本導入という外部源泉への依存は低下傾向にある……」(桜井克彦, 「現代企業の社会的責任」, 昭和51年, p. 129)
- (6) P.F. ドラッカー「現代の経営」(野田一夫監修, 昭和40年, (上) p. 7, 8)
- (7) ドラッカー, 前掲書, p. 14
- (8) ガルブレイス, 前掲書, p. 362/3
- (9) インベスター・リレーションズに対する企業の関心の度合いについては, 本研究の一部として実証すべき問題であるが, ここでは単に巨大企業の多くはインベスター・リレーションズまたは類似名称の部門を持ち, 本研究にあたっての資料収集の過程でも関心度がすこぶる強いと判断されたという事実だけを付記しておく。
- (10) 日本経済新聞社証券部編「ディスクロージャー」, 昭和52年, p. 75 参照。

§ 第2部 Research 1 アメリカの主要企業年次報告書の設備投資・R&D・ディスクロージャーについて

1. 財務関係のパブリック・リレーションズと年次報告書

企業が経営諸活動を行っていく上において外部主体との好関係を維持することが必要である。第1部で述べた通り, この主体にはさまざまなものがあり, 企業にとってそれぞれに重要な存在である。しかし, アメリカの企業⁽¹⁾において特に

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

投資家を対象としたコミュニケーション活動、すなわちファイナンシャル・パブリック・リレーションズが重要な位置を占めるようになって来ている。企業の多くが直接金融に依存しているがゆえに、一般投資家の支持が得られるかどうかは死活問題となるからである。

企業が対外コミュニケーションを実行するにあたってはさまざまな手段・メディアを用いることができる。その主なものを列挙すると以下の通りである。

- (1) 自社発行の印刷物——年次報告書、四半期報告書、ニュース・レターのよ
うな定期刊行物、その他目的に応じた不定期刊行物。
- (2) 報道機関を利用するパブリシティ、広告など。
- (3) 面談——株主総会を始めとする各種のミーティング、報告会、セミナー。

これらの手段にはそれぞれに特徴があり、オーディエンス、コミュニケーションの目的、緊急性、情報の相対的重要性などによって適切なものが選択されている。しかしこの中でもっとも基本的なものは年次報告書である⁽²⁾と言ってよいであろう。これについては次の2つの理由を挙げれば十分であろう。

- (1) 証券取引所に上場されている企業であれば必ず年次報告書は発行されているとみなすことができるから、主体が企業情報を求めようとするとき、それは外部からみて存在のもっとも明らかな資料であるといえる。
- (2) 定期的に発行されているため内容の連続性（あるいは逆に非連続性）が確認できるから、経営ポリシーの一貫性および変化を知るのに好都合である。

わが国の企業も決算期ごとに事業報告書⁽³⁾を作成しているが、最近のディスクロージャーを求める世論および一部経営者の自覚によって少しづつは進歩しているものの、未だアメリカに比べればかなり遅れている。しかし海外、特にアメリカで資金調達をしようとしたり、直接投資を行う企業にあっては、アメリカで要求されるような充実した英文の年次報告書を作成する傾向も現われており、今後このような企業が一層増えるであろうことは予測されるので、アメリカ企業の年

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

次報告書を研究しておくことは意味のあることであろう。

しかしながら、アメリカ企業の年次報告書がすべて立派なものであるとは云い難い。たとえばシカゴのダフ・アンド・フェルプス社はアメリカの大企業 329 社の 1975 年度年次報告書を分析し、その結論の一つとして企業の目標、戦略、さらには「前向きの情報」を提供すべきだと述べている⁽⁴⁾。これは将来の計画（資本支出、工場建設、新製品発売、資金調達など）および見通し（将来の成果についての予想）を含むべきであると述べている。

第 1 部で述べた通り、株主、特に小株主の多くは配当の増減、短期的な株価の高低に対してより関心が深く、企業の長期的成長性には興味を示さないものとみられている。そのため、年次報告書を読む株主は極めて稀であるといわれている。

しかしながら、第 1 部で述べた投資社会の変容、すなわち直接零細投資よりも間接的な機関投資の比重の増大によって、高度の知識と分析力を持つ証券アナリストその他の投資専門家達は、年次報告書をますます詳細に検討することになるであろう。その場合、短期的な株価の変動をもたらす要因の分析はもとより必要ではあるが、長期的な成長性の要因と分析も、大規模な機関投資家にとって次第に重要性を増してくることになる。

企業が長期的に成長性があるかどうかは言うまでもなくその経営戦略によって決まることであるから、投資社会は企業に対して戦略面のディスクロージャーを要求することになる。企業の立場から見ると、その競争的地位を弱めるようなディスクロージャーは全くあり得ないと言える。しかしながら、ディスクロージャーによって競争的地位に悪影響を与えるような情報と、そうでない情報とは明確に区別できるものではないであろう。これは多分にその情報を管理している責任者の判断に左右される。企業側からみてもっとも安全かつ低コストの方法は、一切ディスクローズしないことである。しかしこの行き方は投資社会はもちろんのこと、一般社会からも受け入れられないことは明白になってきた。そこで次のような仮定を提案しておきたい。

(1) 今後戦略ディスクロージャーを行う企業が、ますます増える傾向にあるで

あろうということ。

(2) ディスクロージャーのあり方は次第に具体的かつ精緻なものとなるであろうということ。

(3) これがもっとも重要な仮定であるが、積極的な戦略ディスクロージャーの方針を持つ企業ほど新しい戦略の開発が意図的になされ、したがって将来の成長性もまた高いのではないかということ⁽⁵⁾。

ここで戦略という用語について、本論文でふれる範囲を説明しておく。権威あると思われる辞書の定義を引用すれば、戦略 (Strategy) とは「特定の目標または結果を獲得するための計画、方法または一連の策略、計略である。」⁽⁶⁾

計画という場合、企業経営においては長期計画と短期計画がある。現代の高度に複雑な商品・サービスの開発には数年の期間を要するものが珍しくない現状からして、基本的な計画は長期化せざるを得ない。これを項目的に示せば次のようになる。

- (1) 新製品の開発・導入計画、これに伴う在来製品の切り捨て
- (2) 新市場・新規領域への進出、不良採算部門からの撤退
- (3) 設備投資 (拡張, 近代化, 取り替え, 補充)
- (4) 基礎研究ならびに応用研究
- (5) 要員 (組織, 養成, 新規採用)
- (6) 大学など研究機関への助成, 研究基金 (財団) の創設ないし協調・助成の具体化

これらの項目のそれぞれについて、企業のディスクロージャーの態度を考察するのが本研究のテーマであるが、今回はそのうち特に設備投資と R & D 支出に焦点をしぼることにした。対象資料は別表に示すアメリカ主要企業60社⁽⁷⁾の年次報告書である。

1. 年次報告書の編成

アメリカ企業の年次報告書は細部については差異があるが、大きな項目として

は次のように構成されている。

1. 最高経営責任者の株主に対するメッセージ
2. 事業部門別、子会社別、製品ライン別などの営業報告
3. 財務報告
4. 財務諸表および注記
5. 独立監査人の監査報告書
6. 経営者による業績分析

このほか企業側の選択でR & D，社会的責任などの項目を設けているところがある。

これらの項目が集って全体を構成しているのであるが、これらを単なる寄せ集めとしてではなく、有機的な一体性のもとに生命を吹き込むものが冒頭の最高経営責任者のメッセージである（Chief Executive Officer's Message を以下CEOメッセージと略記する）。言い換えるならば、各論項目によって提供された情報はCEOメッセージでどのように言及されるかによって相対的な位置づけが行われるのである。

そこで、本報告のテーマである経営戦略のディスクロージャーも、CEOメッセージで取り上げているかどうかを1つの基準として考察することにした。

3. 情報の量と質

前述のように、CEOメッセージを中心としてアニュアル・リポートがどの程度戦略を明らかにしているかについて調査した。最初の段階として個別戦略の代表的項目である新規設備投資とR & D支出についてどのような説明を行っているかを分析した。

当該事業年度における設備投資金額およびR & D支出金額は、多くの場合前年度金額とともに財務諸表もしくはその注記に示されている。これによって投資家は、その企業が前年度比でこれらの支出額の増減を知ることができる。

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

これは基本的な情報ではあるが、これだけでは投資家は有意な分析を行うことはできない。売上げや利益に対する比率とか、またこれらの数値が業界一般の水準と比較してどうであるかというようなことは、他社の資料も集めてみなければ解らないし、証券アナリストのような専門家ならともかく、一般の投資家には容易に判断できることではない。

さらに重要なことは、支出額のレベルのみならず、どのような目的に支出されているかということである。R & Dも基礎研究なのか商品化研究なのかによって支出効果の発生時期や乗数効果が異って来る。このことは説明がなければ専門家といえども判断することは不可能である。

もう一つは次年度あるいはそれ以降の年度についての予算なり、あるいは支出予定額を示しているかどうかという点である。

これらの要因を考慮して次のようなフレームワークで分析してみることにした。

1. 設備投資(&/or) R & D支出について単に金額を示すだけでなく説明を加えているかどうか。
2. 説明を与えているものについて、
 - (1) CEOメッセージで言及しているかどうか
 - (2) CEOメッセージおよび別項の両方で説明しているかどうか
 - (3) 当該事業年度およびそれ以前だけにとどまっているか、それとも次年度以降についても述べているかどうか
 - (4) 説明はどの程度詳しいか。これは次の3段階に分類した。
 - A 方針・部門・地域別の明細、あるいは具体的案件の例を示したもの
 - B 目的を抽象的表現、たとえば設備拡張、近代化、などによって示した程度にとどまるもの
 - C 金額のみを示したもの（説明を与えていないもの）

上記の枠組みに従って、対象資料60個を集計した結果が表1である。この結果から次のことが観察される。

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

1. 新規設備投資あるいはR & D支出について言及していない企業は皆無である。
2. 金額のみの提示にとどまった企業数は8社であるが、これに対して何らかのコメントを加えたものは52社にのぼる。
3. 当該年度のみ報告にとどまっている企業は20社であるが、これに対して次年度以降の計画について言及しているものは40社である。
4. 次年度以降の計画について述べた40社のうち、CEOメッセージと独立別項目の両方で説明を行っているものが26社(65%)であり、さらにその26社のうち部門別明細、あるいは具体例を挙げて詳しい説明を行っているものが15社(57.6%)ある。

これらの観察から次のような結論を導き出してよいであろう。

第1に、大多数の企業が年次報告書の中で設備投資・R & D支出について説明することが、プロモーション・コミュニケーション上プラスとなると判断していると推測できること。

第2に、調査対象企業の $\frac{2}{3}$ がこれら項目については将来の計画を、程度の差こそあれ公表することがプラスであると断断していることである。

第3に、次年度以降についての情報を公表している企業は、内容的にも相対的に詳しいものを提供しているということである。(このことは、ある意味において達成可能な目標に対して、自信をもっている証拠といえよう。)

表1は縦軸に上から下へ情報の量の多少を示し、横軸が左から右へ時系的広がりとし、詳しさを増加を示している。したがって左下より右上に向って情報の充実しているものの分布を表している。この表によると、右上すなわち新規設備投資・R & D支出について、質・量ともに豊富な情報を提供することが企業にとってプラスであると判断しているものが多いと言ってよいであろう。

本調査では1976年度の年次報告書のみを対象としているので、これまでの情報開示の傾向、すなわち充実の方向にあるかどうかは伺うことができない。この点

については、改めて異なる年度の資料を用いて検討する予定である。

4. 開示された情報の内容

次に調査対象の中でもっとも情報の充実した15社（表1のⅡAグループ）のうち代表的なもの⁽⁸⁾を2社選んで内容を考察してみる。

取り上げたのは石油生産・精製を主な事業とするC社と、写真用材料を製造・販売しているK社である。C社はCEOメッセージにおける新規投資についての説明が調査対象企業の中で特にも多く、K社は独立項目における投資・R&Dについての説明が同じくもっとも多かった。

C社はCEOメッセージの約3分の1を新規投資の説明にあて、「投資戦略」および「1977年の投資計画」という2つのサブタイトルを与えている。このウェートの置き方と読者の注意の引き方は他社に例を見ない。

内容はまず、会社の主力事業分野をエネルギー資源に置くこと、特に投資の大部分を石油に向けることを明らかにする。しかし石炭、ウランにも投資を増やして行く。次に石油における投資の重点をどの地域に置くかを明らかにし、その理由を簡単に説明する。米国内の支出については価格統制の撤廃などが条件であるという。

精製・マーケティングの分野は積極的には増強しないこととし、他の分野については化学部門にかなりの、しかし選択的な投資をするという。銅山については現在の方針を述べ、他の非エネルギー分野には投資計画はないと明言する。

次に1972年度の予算を述べ、部門別、地域別の割当て額を示す。最後に資金源について述べて当該説明を結んでいる。

別項目においては1972年—1975年の投資額の推移が図で示され、75年、76年の部門別内訳と比較、76年の主な使途が具体例で示されている。

R&DはCEOメッセージにはないが、別項目で76年と75年の比較、研究分野（従業員の保安、環境保護、作業能率向上、新燃料技術）が示されるとともに、

新燃料は石炭の液化・ガス化に重点を置くことを明らかにする。その他プロジェクトの具体例として石炭のスラリー輸送、塩化ビニール・モノマーの安全性、地質探査技術の例を挙げ、それぞれ 100 語程度までの説明を与えている。

K 社の特徴は、CEO メッセージでは 2 つのパラグラフをあてているだけであるが、R & D は写真・図表を含めて 4 ページ、投資（「未来のための建設」とタイトルづけた）投資計画については、同じく 2 ページをあてて独立のタイトルを設けていることである。

まず CEO メッセージでは 76 年度の投資金額を示し、使用目的は K 社製品の開発・生産・販売・流通のための施設拡大と改善であるとする。次に 77 年度の予算額を示し、その内訳をアメリカ・カナダの写真部門、外国、化学部門別に示す。

別項目で過去 10 年間の R & D 支出を示し、76 年度の支出の大部分がイメージ技術に向けられたことを述べ、その理由は人間の頭脳に貯えられる利用可能の情報は、90% が眼を通して獲得されたものであるからだという。

次に K 社の研究が基礎、実験、開発の 3 段階で管理されていることを説明、成果として 2 つの実例、すなわちインスタント写真とコピー機を説明する。さらに新技術としてエレクトロニクスの写真への応用、レーザー技術の応用などを挙げる。

最後に R & D が結局 K 社の顧客に利益をもたらすことを強調する。また研究の途中で予期しない派生的成果があることも指摘し、実例として染料の抗細菌性を挙げる。

投資の項目ではまず金額と主な使用目的が 85% は生産設備の拡大、残りが研究・開発・マーケティング・流通の施設改善にあてられたという。そして各プロジェクトの説明を 2 ページにわたって行っているが、これらの投資が新製品開発と生産、在来製品の改良、製造方法の高効率化、顧客へのサービス増強などにおける K 社の能力を強化するものであるという。

以上から次のことが考察される。

- (1) C社は投資ポリシーが明確に示されている。
- (2) K社は投資についてはやや抽象的にとどまっているが、R & D支出については具体的に示そうとする努力が感じられる。
- (3) しかしながら両社ともに、これらの支出から将来いつ頃、どのようなリターンが期待できるかについて何ら見通しを述べていない。

以上の結論として敢えてコメントするならば、経営戦略はすべて、いずれかの時点において収益、市場シェアなどの形で客観的評価を受けるわけであるから、設備投資・R & D支出計画を公表するのであれば目標と見通しをより明らかにすべきであるように思われる〔第2部は、共同研究の一環として本学非常勤講師・青山則雄氏の執筆によるものであって、第1部執筆の斎藤が部分的にアドバイスしたに過ぎないことを付記する。〕

注

- (1) 第1部で述べた通り、本論文では株式会社を指す。
- (2) 多くの専門家がこの点で見解が一致しているようである。例を2, 3 挙げる。
「年次報告書は会社の経営者が利用できるもっとも効果的な情報媒体である。」
——Philip Boyer, *Company Financial Reports, Handbook of Business Administration*, ed. by H.B. Maynard, N.Y., p. 12-73
「企業イメージ・プログラムにおいて経営陣がもっとも注意を払うべき第1の要素を挙げるとすればそれは年次報告書である。」
——Harold H. Marquis, *The Changing Corporate Image*, 1970, p. 86.
- (3) 商法281条で規定する営業報告書でなく、株主総会終了後株主に送付するPR用のものを事業報告書とタイトルを付けている企業が多い。
- (4) “Annual Reports that Fail”, *Business Week*, October 18, 1976
- (5) これらの仮定はもちろん実証されるべき問題であり、本研究の一部として取り上げて行く。
- (6) “A plan, method, or a series of maneuvers or stratagems for obtaining a specific goal or result,” —Random House Dictionary. なお The Dow Chemical Company の1976年度年次報告書はこの定義を引用している。
- (7) 選択基準は次の通りである。*Business Week*, May 16, 1977 に掲載された40産業部門別、885社より1977年第1四半期売上げの上位2乃至3社、計108社に年次報告書

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

の提供を求め、本論文作成時点までに送付のあったものの内、前記40産業になるように平均に分布して60社を適択した。

(8) 投資・支出のポリシー、目的などが特に明確に示されていると感じられるもの。

表1 アメリカ企業年次報告書の設備投資・R & D支出についてのデイス
クロージャーの度合い

将来についての公表の有無			Ⅰ 事業年度およびそれ以前のみ			Ⅱ 次年度以降の計画			
説明の詳しさ ⁽¹⁾			C	B	A	C	B	A	
設備投資、R & D ⁽³⁾ について説明を行っているもの	CEOM ⁽²⁾ および別項目で説明しているもの		30	—	—	4 ⁽⁴⁾ (+7)	2	9	15
				4(+7) —			26		
	いずれか1個所で説明を行っているもの	CEOM で	5	—	—	—	—	3	2
				—			5		
		別項目で	17	—	1	7(+3)	2	2	5
				8(+3)			9		
金額のみの記載で説明を行っていないもの			8	8	—	—	—	—	—
				8			0		
合 計			60	20(+10)			40		

注 (1) 説明の詳しさの程度を下から上へC, B, Aの3段階に分けた。

C—財務諸表またはその注記で金額だけを示したもの。

B—目的を expansion, modernization などの抽象的表現だけで示したもの。

A—方針、部門・地域別などの明細、具体例なども示したもの。

(2) Chief Executive Officer's Message の略、年次報告書の冒頭で経営の最高責任者から株主にあてた挨拶。

(3) 業種により設備投資、R & D両項目について説明したもの、あるいはいずれか一方のみを公表したものがあるが、これは区別しなかった。

(4) 次年度については詳しさがC, Bのもので、当該事業年度についてはAのものをカッコ内の数字で示した。

欧米巨大企業の対投資者接触の研究 (1)

別表 資料として用いた年次報告書は次の60社（略称）のものである

Conoco	FMC	Pepsico
Exxon	McDonnell Douglas	Coca-Cola
Texaco	Rockwell	American Home Products
Bethlehem Steel	Boeing	Johnson & Johnson
Alcoa	Chrysler	Colgate
Amax	GE	P&G
Asarco	RCA	Bank America
Dow	Westinghouse	Citicorp
Du Pont	IBM	Pan Am
Monsanto	Xerox	UAL
Union Carbide	Sperry	Warner Communications
St. Regis Paper	Singer	CBS
Owens-Illinois	Whirlpool	G+W
American Can	Kodak	LTV
Firestone	Burlington	Safeway
Uniroyal	Levi	Kresge
PPG	Beatrice Foods	Penney
General Dynamics	Kraft	Reynolds
3M	General Foods	Warner Lambert
Deere	Anheuser Busch	Caterpillar